УДК 336.76

FREE-FLOAT ТА АКЦІОНЕРНИЙ КАПІТАЛ ПУБЛІЧНИХ КОМПАНІЙ В УКРАЇНІ

FREE-FLOAT LEVEL AND THE PUBLIC JOINT STOCK COMPANIES IN UKRAINE

Тимур Бойко
аспірант кафедри Фінансові ринки ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

Tymur Boiko
postgraduate SHEI «Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman»

У статті досліджується вплив free-float на акціонерний капітал компанії, що залучається на фондовому ринку України, наголошується на високому рівні кореляції між капіталізацією, ліквідністю фондових ринків та середнім рівнем free-float. Висувається необхідність збільшення free-float з врахуванням визначених у статті внутрішніх і зовнішніх факторів як для публічної компанії, так і держави.

This article investigates an influence of free-float on the size of share capital of joint stock companies which is attracted on the Ukrainian stock exchange. The author find the hypothesis recently wasn't researched in Ukraine, furthermore this hypothesis even lightly researched in the world – a few researches of Singapore and US authors can be reviewed as science literature. By the author opinion poor research of this problem influences on the overall performance of the national stock exchange. To do this in the beginning of this article author briefly reviews the share capital structure of a public joint stock company to calculate the size and the importance of share capital. After the companies from the «Index basket» of the Ukrainian Stock Exchange are selected for further investigation. It is showed the low level of equity capital in the overall structure among all the selected companies. It is admitted the high level of correlation between the capitalization, the liquidity and the average level of free-float on the stock market. It is proposed to increase the free-float level on the Ukrainian Stock Exchange according to the determined by the author internal and external factors. Factors, that are investigated by the author, are aggregated into four complex factors, which explain the economic nature and the current situation with the current free-float level on the Ukrainian stock exchange. International experience might be a way out for Ukraine. But the author doesn't follow only European success stories due to the different market possibilities. Therefore, the author tries to find a key for improving in another places, especially he reviews the experience of China. But the author doesn't ignore best European practices. So, he comes to the conclusion that Ukraine should aggregate the steps – Chinese experience is useful for building the investment environment, European – for reformatting the legal issues on the market.

Ключові слова: акціонерний капітал, власний капітал, емісія акцій, free-float, публічне акціонерне товариство, фондовий ринок, фінансовий ринок.

Key words: share capital, equity capital, shares issue, free-float, public joint stock company, stock market, financial market.

Постановка проблеми та її зв'язок із практичними завданнями. На проблемі низького рівня акцій у вільному обігу наголошувалося ще в 2003 р. у Проекті технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку. Зокрема, як основна причина низьких оціночних показників українських компаній вказувалася недостатня ліквідність їхніх акцій, що пояснювалося дуже малою кількістю акцій у вільному обігу [1]. Практична цінність полягає у врахуванні цієї інформації при розробці кроків для збільшення рівня free-float як з боку публічних компаній, так і з боку регулятора, що дозволить збільшити кількість акціонерного капіталу на фондовому ринку

Формулювання цілей статті. Метою є дослідження гіпотез, про те, що відсоток акцій у вільному обігу (free-float) впливає на фондовий ринок (ліквідність та капіталізацію). Цілями є пошук та агрегація факторів, що впливають на низький рівень free-float на фондовому ринку України, а також вивчення зарубіжного досвіду та його адаптація до України.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Єдиним у своєму роді є дослідження впливу free-float на ліквідність і капіталізацію китайських вчених Чан К., Чан Ю., здійснено аналіз подій 1998 на Гонконгській фондовій біржі, коли уряд Гонконгу здійснював інтервенції до 118,1 млрд гонконгівських дол. (7,3 % акцій). Майерс і Мейлаф зв'язали теорію порядку фінансування із наявністю асиметрії інформації між менеджментом компанії і потенційними інвесторами. А Касерер і Вагнер виділили два типи компаній – з низькою й високою free-float, зауважили, що перші відлякують інвестора через можливий конфлікт інтересів міноритарних акціонерів із групою менеджерів.

Хофельд П. та Оборенко А. довели, що співвідношення власності і контролю, головним чином впливає на вибір між власного і позикового капіталу. Чоу, Мазуліс і Нанда в роботі 1992 року обґрунтовують негативний взаємозв'язок між ступенем асиметрії інформації і ринковою динамікою.

Серед вітчизняних вчених найбільш повно проблематику розкрито Рубаном О.В, який ранжував фактори, що впливають на рівень free-float. Різні пов'язані аспекти механізмів ціноутворення на фондовому ринку та їх ефективність досліджували Камінський А., Мозговий О., Семенкова Є., Нусинова О.

Виклад основного матеріалу дослідження. Теоретично, капіталізація компанії на фондовому ринку напряму впливає на величину власного капіталу, і відповідно на загальну капіталізацію через ринкову вартість емітованих акцій (рис. 1).

З блок-схеми, наведеної на рис. 1, слідує, що капіталізація компанії визначається часткою акцій, що розміщена на фондовому ринку (коефіцієнт free-float) та їх ціною. Free-float визначається як відношення загальної суми номінальної вартості публічно торгованих акцій на загальну суму за номінальною вартістю всіх акцій.

Якщо розглянути Індексний кошик Української біржі (Табл. 1), то більшість компаній, що мають інтерес до зарубіжного інвестора мають низький free-float.

2 із 5 учасників Індексу мають free-float менше 5%, а найвищим рівнем free-float на Українській Біржі – 21,7%. Середній обсяг FF для вітчизняних компаній, що складають індекс Української біржі (УБ), становить лише близько 9 %, хоча для більшості з них цей показник не перевищує 5 %.

Власний капітал	← Емісія акцій ←	Фондовий ринок
Довгостроковий позичковий капітал	← Емісія облігацій ← ← Емісія облігацій ←	Фондовий ринок Довгострокові банківські кредити
Короткостроковий позичковий капітал	← Короткострокові займи ←	Грошовий ринок

Рис. 1. Можливі джерела фінансування інвестицій

Таблиця 1

Капіталізація та free-float компаній Індексного кошику Української Біржі*

		Капіталізація, млн. $			Free-float, %		
Тікер UX	Вага в індексі, 31.05.16	2015	2016	Зміна за рік, %	2015	2016	Зміна за рік, п.п.
UNAF	19,37%	644	220	-66%	3	3	0
CEEN	25,00%	119	115	-3%	21,7	21,7	-0
DOEN	9,85%	20	13	-35%	14,2	14,2	0
MSICH	25,00%	244	168	-31%	24	24	-
BAVL	20,78%	119	263	121%	3,5	1,8	-1,7

Джерело: Українська Біржа, НБУ, * - станом на 09.09.16 та 09.09.15

Дані Табл.1 пояснюються тим, що за більшої привабливості позикового капіталу залучення коштів шляхом емісії акцій стає для компанії більш дорогим, а тому менш привабливим. В результаті різниця у відносній вартості боргових зобов'язань і акцій виявляється спочатку настільки значною, що навіть можливість розміщення акцій за вищою ціною в періоди сприятливої ринкової кон'юнктури не дозволяє знизити витрати емісії акцій до рівня нижче витрат випуску боргу. Тому компанії не мають економічних стимулів до збільшення free-float.

Для здійснення збалансованого управління структурою капіталу використання відстеження ринку при виборі найбільш сприятливого для здійснення випуску акцій моменту повинно поєднуватися з аналізом інших факторів, що впливають на вибір якщо не цільового рівня, прийнятного інтервалу боргового навантаження компанії.

Фактори, що впливають на рівень free-float

Врізка: *Асиметричність інформації (англ. Asymmetric (al) information; також недосконала інформація, неповна інформація) - це нерівномірний розподіл інформації про товар між сторонами угоди. Зазвичай продавець знає про товар більше, ніж покупець, хоча можлива і зворотна ситуація. Джордж Акерлоф в своїй роботі [1] в 1970 році побудував математичну модель ринку з недосконалою інформацією. Він зазначив, що на такому ринку середня ціна товару має тенденцію знижуватися, навіть для товарів з ідеальною якістю. Можливо навіть, що ринок колапсує до зникнення.*

Обґрунтування факторів базується на динамічній версії моделі ієрархії фінансування, запропонованої Майерсом і Мейлафом [3], в якій витрати асиметрії інформації змінюються в часі. Як відомо, відповідно до теорії порядку фінансування, у компаній є чітка ієрархія переваг по відношенню до джерел фінансування. А саме, фінансування діяльності компанії здійснюється, в першу чергу, з внутрішніх джерел, потім, при їх недостатності, компанія вдається до випуску боргових зобов'язань і, лише, в крайньому випадку, звертається до емісії акцій. Така поведінка компаній пояснюється наявністю асиметрії інформації між менеджментом компанії і потенційними інвесторами. У моделі передбачається, що менеджери діють в інтересах існуючих акціонерів компанії. Тому вони вважають за краще не випускати акції в разі, якщо в результаті емісії та здійснення відповідного інвестиційного проекту справжня вартість активів компанії перевищить сукупну вартість акцій даної категорії акціонерів. У зв'язку з цим емісія здійснюється ними тільки в разі, коли акції компанії переоцінені. Інвестори знають про це, тому факт емісії сприймається ними як негативний сигнал, що веде до падіння ціни акцій. Навпаки, при випуску боргових зобов'язань без ризику дефолту падіння цін не відбувається, оскільки рішення про їх випуск є сигнал про наявність сприятливих інвестиційних можливостей. У разі, якщо витрати асиметрії інформації не є постійними в часі, початкова ієрархія джерел фінансування видозмі-

нюється: в періоди низької асиметрії інформації емісії акцій перестають бути небажаним способом залучення коштів.

Зміна ступеня асиметрії інформації в часі може бути пов'язана як з внутрішніми факторами, тобто діями самої компанії та зміною її характеристик, так та з умовами зовнішнього середовища (Рис. 2). Зовнішні фактори включають ступінь розвиненості ринків капіталу, доступність залучення фінансування в формі випуску акцій. Внутрішні чинники пов'язані зі специфічними характеристиками самої компанії.

Спочатку розглянемо зовнішні чинники (З1, З2).

Фактор З1: Кон'юнктура на фондовому ринку. Ключовим показником для країни є відношення капіталізації компаній на фондовому ринку до ВВП та волатильність Індексу. Гіпотеза про негативний вплив середньозваженого рівня Free-float на фондовому ринку на кон'юнктуру ринку підтверджується і для українського фондового ринку (коеф. Пірсона>80%).

Кон'юнктура українського фондового ринку негативно впливає на емісію акцій, і відповідно на збільшення рівня free-float. Індекс головного українського фондового ринку «Українська біржа» (далі – Індекс) має одне з найнижчих у світі відношення капіталізації/ВВП та найвищу волатильність (див. Табл. 2). Індекс інтегрує в собі всі інвестиційні ризики (макроекономічні, політичні, військові), тому не має потреби описувати більш глобальні проблеми.

У порівнянні із іншими ринками, Українська біржа має значно менший усереднений free-float. Середній обсяг FF для вітчизняних компаній, що складають індекс Української біржі (УБ), становить лише близько 9 %, хоча для більшості з них цей

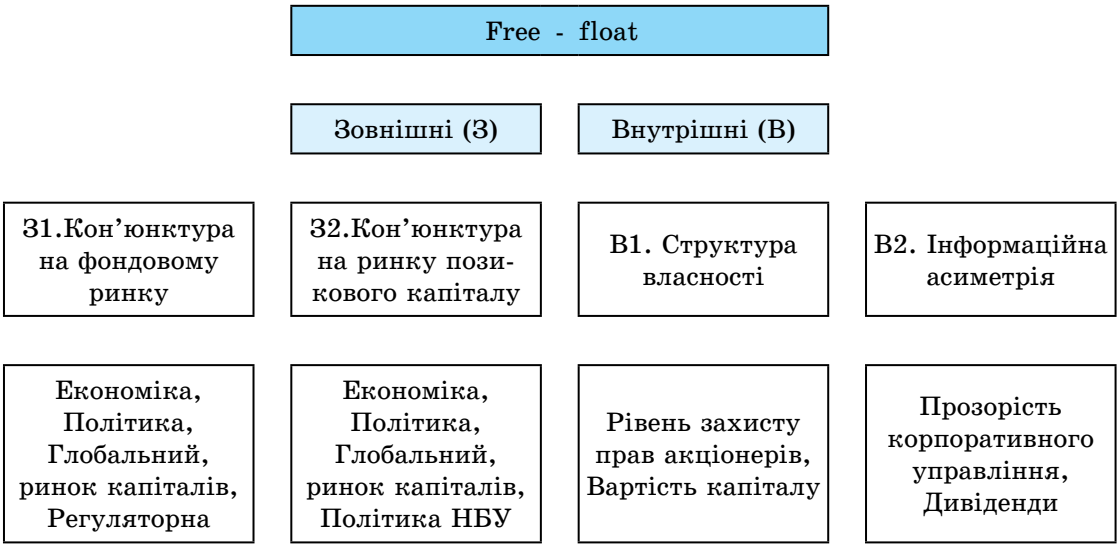

Рис. 2. Фактори, що впливають на рівень* free-float *публічних компаній

Таблиця 2

Акції у вільному обігу та волатильність індексів в обраних країнах, у 2015 році.

Країна	Індекс	Середній рівень FF, %	Волатильність індексу	Капіталізація/ ВВП
П.Корея	KOSPI	58	12	89,4
Мексика	IPC Index	55	11	35,2
Бразилія	1 Bovespa	44	13	27,6
Польща	WIG20	38	13	29,0
Індія	BSE Sensex	35	16	73,1
Китай	CSC Index	32	22	75,4
Росія	ММВБ	20	19	29,7
Україна	UX	9	40	3,2

Джерело: складено за інформацією веб-сайтів відповідних фондових бірж.

показник не перевищує 5 %. Високий рівень негативної кореляції між рівнем free-float та волатильністю цін на фондових ринках і в Україні – коефіцієнт кореляції Пірсона більше 80% із знаком мінус підверджує необхідність пошуку шляхів для збільшення рівня free-float.

Фактор З2. Кон'юнктура на ринку позикового капіталу. Хоча в теперішній момент часу номінальна вартість позикового капіталу значно вище ціни власного, але це не є визначальним фактором під час прийняття рішення щодо джерела фінансування (див. Табл. 3).

Вартість позикового капіталу на ринку – це суто базова вартість позикового капіталу, не скорегована на внутрішні фактори.

Внутрішні фактори (В1, В2). За допомогою них визначається реальна різниця у вартості (не фінансовій) власного й позикового капіталу компанії, яка обумовлює більшу чи меншу привабливість залучення фінансування в формі акціонерного капіталу.

Фактор В1. Структура власності. – у сучасних дослідженнях її пропонується розглядати її як співвідношення власності і контролю, що впливає на різницю між вартістю власного і позикового капіталу [4]. Розподіл контролю і власності і високий рівень концентрації прав контролю призводять до збільшення агентських конфліктів. Міноритарні акціонери не мають можливості впливати на рішення, що приймаються в компанії, і при інших рівних вимагають компенсації, що виражається в більш високій прибутковості на вкладені кошти.

Тому акціонерний капітал є більш фінансово ефективним на ринках із розпорошеною структурою власності (типовою для США, Великобританії), в рамках якої жоден з акціонерів не володіє блокуючим пакетом акцій, а позиковий капітал – на ринках із структурою, в якій контроль над компанією зосереджений в руках декількох осіб (характерною для Німеччини, Швеції). Ця гіпотеза підтверджується і для України - якщо подивитись на Табл. 2 у всіх компаній на Українській біржі більша частина акцій перебуває під контролем таких великих акціонерів, як уряд, материнські, дочірні компанії, та мажоритарні акціонерів, але на біржі торгуються незначні їх обсяги. У результаті реальна кількість акцій у обігу, що вважається доступною для торгівлі – дуже мала. Тому На українських біржах (ПФТС та УБ) методикою розрахунку індексів відсоткові відношення акцій, що входять у розрахунок індексу, скориговані з урахуванням акцій у портфелі уряду та обмеження власності, щоб забезпечити точніше уявлення про наявні обсяги на ринку.

Як бачимо з Табл. 4 Індексний кошик Української біржі складається всього з 5 емітентів, кожен з яких повністю підконтрольний своєму мажоритарному акціонеру з більш ніж 50% акцій, які, проте, є представниками різних які пов'язані з контролю олігархічних груп.

Індекс монополізації фондового ринку на основі індексу Херфіндаля Хіршмана є найкращим для розрахунку ступеня монополізації на ринку. Значення для Індексного кошика Української Біржі 2154 означає, що на ринку складається поліпсонія - ринкова ситуація, в якій на Індекс впливає обмежена кількість великих гравців, достатню для підтримання умов конкуренції, але тільки між ними.

Таблиця 3

Вартість джерел фінансування для публічних акціонерних товариств в Україні в 2015 році

	Показники	Значення
1	Середня вартість власного капіталу, %	21,55
2	Середня вартість позикового капіталу, %	30
3	Податковий коректор	0,82
4	Вартість позикового капіталу з врахуванням податкового коректору (р.3*р.5)	24,6

Джерело: НБУ, Investfunds.ua, розрахунки автора

Таблиця 4

Капіталізація та free-float компаній Індексного кошику Української Біржі станом на 19.09.2016

Тікер UX	Вага в індексі,	Free-float, %, 2016	Найбільші акціонери, в порядку спадання долі (%)
UNAF	19,37%	3	1. НАК «Нафтогаз» 50%; 2. Група «Приват»41,8%;
CEEN	25,00%	21,7	1. НАК «Енергетична компанія України» 78,28%;
DOEN	9,85%	14,2	«Енергоінвест Холдинг» (Донецьк) 60,773%; ФДМУ 25%1
MSICH	25,00%	24	1. Менеджмент 46,28%; 2. Богуслаєв 14,98%; 3.Bartens Alliance 9,7%; 4. Банк ФіК 5,7%;
BAVL	20,78%	1,8	1. Raiffeisen Int. Bank Holding AG 98,2%

Джерело: Українська Біржа, НБУ, * - станом на 09.09.16 та 09.09.15

Фактор В2. Асиметрія інформації. Другий фактор, окрім структури власності, який може призводити до значної різниці у вартості власного і позикового капіталу компанії, - це асиметрія інформації. Якщо рівень асиметрії інформації між менеджментом компанії і потенційними акціонерами спочатку дуже високий, то коливання в вартості залучення акціонерного капіталу шляхом випуску акцій можуть виявитися недостатніми, щоб компенсувати різницю у вартості власного і позикового капіталу. В цьому випадку емісії акцій виявляються для компанії небажаними, а їх здійснення викликається не привабливістю ринкової кон'юнктури, а необхідністю.

Чоу, Мазуліс і Нанда в роботі 1992 року обґрунтовують негативний взаємозв'язок між ступенем асиметрії інформації і ринковою динамікою тим, що періоди економічного зростання пов'язані з великими інвестиційними можливостями, більшою ймовірністю успішної реалізації проектів і меншою невизначеністю щодо вартості наявних у компанії активів [5]. На користь цієї гіпотези говорить ряд емпіричних досліджень, в рамках яких аналізувався вплив фази ринкового циклу на ступінь асиметрії інформації. Чоу, Мазуліс і Нанда проводили вимірювання асиметрії інформації на основі реакції ринку на оголошення про випуск цінних паперів; вони продемонстрували, що в періоди буму на ринку негативна ринкова реакція на оголошення про емісію виявляється менш значною, ніж в періоди спаду, що може бути інтерпретовано як зниження витрат асиметрії інформації. М. Бейлесс, С. Чаплинський в 1996 році показали, що найбільше число розміщень акцій відбувається в періоди відносно слабкою негативною ринкової реакції на оголошення про випуск [6]. Результати їхнього дослідження підтверджують гіпотезу про те, що ступінь асиметрії інформації є чинником, що визначає час проведення випуску акцій.

Зарубіжний досвід і його перспективи в Україні

Зарубіжний досвід в проблематиці free-float зводиться з одного боку до аналізу найбільш успішного досвіду організації фондових ринків в тій чи іншій країні. Критерій успішності визначається напрямом руху глобального капіталу - кількість і обсяг розміщень.

Очевидно, що для українських компаній більше 90% обсягу IPO доводиться на зарубіжні майданчики - на Лондонській і Варшавській фондових біржі. Примітно, що в останні роки більшість вітчизняних підприємств вважають за краще проводити IPO на Варшавській фондовій біржі (WSE), тоді як до кризи перевагу віддавали Лондонській (LSE). За останні два роки на варшавську майданчик вийшли дев'ять компаній з України і лише

дві провели IPO в Лондоні. На LSE виходять, як правило, великі компанії. Якщо на LSE емітенти в середньому залучають $ 200-500 млн, то на WSE - $ 25-200 млн.

На головних майданчиках розвинених країн встановлено вимоги до мінімального рівня free-float в розмірі 15-25%. (Табл. 5)

Головна відмінність даних країн від України – не у вимогах бірж. Розвинені країни мають великий інвестиційний ресурс у вигляді концентрації державного та іноземного капіталу, який дозволяє підтримувати ліквідність розміщень. Розширення ліквідності і підвищення рівня інформованості дозволяє компанії залучати капітал на більш вигідних умовах.

Очевидно, що це неможливо при теперішньому рівні інвестиційної привабливості Україні. Емітентів потрібно підштовхувати до збільшення кількості акцій у вільному обігу. Але для цього потрібно створювати економічні передумови. Адміністративним способом важко щось змінити - компанії особливо за лістинг триматися не будуть, і після введення такої норми в Україні залишиться всього кілька лістингових емітентів. Перш за все з тієї причини, що вони не розглядають українські фондові майданчики як інструмент залучення інвестицій. Тому, Україні слід направити зусилля на пошук успішних проектів серед країни із зрівняним інвестиційним рівнем. Такою країною є Китай.

Структура власності фондового ринку Китаю характеризувалась великими пакетами, в значній мірі виключеними з ринкового обороту, відносно низьким рівнем вільного обігу акцій (free float). Це та якісна характеристика побудови фондового ринку, яка отримала визначення «stakeholder capitalism» («капіталізм власників великих пакетів» - коли акції скоцентровані у мажоритарного акціонера, ринку доступний лише невеликий залишок).

Тому цікаві заходи уряду, що були спрямовані на часткову лібералізацію і роздержавлення ринку акцій (з метою збільшення «free float»), що в кінцевому рахунку має призвести до трансформації моделі ринку в бік англо-американського типу.

По перше, в Китаї слід виділити програму поступового допуску на ринок іноземних інституційних інвесторів. З цією метою введена система QFII (Qualified Foreign Institutional Investors) - «кваліфікованих іноземних інституційних інвесторів». Серед перших 12 інвесторів такого типу в 2003 році цей статус був присвоєний таким авторитетним організаціям, як японський інвестиційний банк «Nomura Securities» і швейцарський - «UBS AG». Такими заходами держава зберігає більшу частину ліквідного обсягу ринку акцій для внутрішніх інвесторів, в першу чергу для роздрібних [7].

По-друге, у 2005 р. влада Китаю ініціювала реформу неринкових акцій, яка повинна привести до об'єктивного ціноутворення на фондовому ринку і підвищенню рівня корпоративного управління компаніями. Однак для цього необхідно витіснення неефективних і збиткових підприємств з ринку.

У квітні 2005 року уряд оголосив про варіант реформи, який враховував ризик падіння котирувань для власників звертаються акцій. Для реалізації нової концепції в якості експерименту було обрано чотири компанії. Суть нового підходу полягала у введенні

Таблиця 5

Вимоги до лістингу на найбільш популярних біржах серед українських емітентів (головний майданчик)

Країна (блок)	Назва Індексу	Free float	Ринкова капіталізація
Сполучене Королівство	LSE MAIN	25%	J700.000
Європейський союз	Euronext	25%	-
Німеччина	FSE	25%	1,25 млн. євро
Гонг-Конг	HSE	25%	$25,7 млн.
Польща	WSE	15%	$2 млн.
Австрія	VIENA	-	2,9 млн. евро

Джерело: дані відповідних фондових ринків

компенсації за конвертацію - компенсації власникам акцій, що торгуються з боку власників неринкових акцій, що підуть в обіг [7].

Більшість цих компаній використовувало співвідношення 3/10, а саме трьох переданих акцій в складі кожних десяти конвертованих. Завдяки реформі неринкових акцій фондовий ринок Китаю поліпшив свої показники. Вона послужила стимулом до того, щоб групи компаній, фінансові групи виходили на лістинг як єдине ціле (холдинговими компаніями). Помітно активізувалася практика злиттів і поглинань на фондовому ринку. Реформа неринкових акцій нормалізувала процес залучення коштів компаніями на фондовому ринку.

І тільки після цього, Китай почав підтримувати ринок за допомогою державних коштів, наприклад, з пенсійних фондів, наприклад у квітні 2016 інвестовано 92 млрд доларів в фондовий ринок, але частка інвестицій в ризиковані активи не повинна перевищувати поріг в 30% від загальних активів Пенсійного Фонду.

Зважений підхід Китаю до залучення портфельних іноземних інвестицій, безумовний пріоритет і стимулювання внутрішнього інвестиційного попиту, політика поступового відкриття фінансового ринку виявляються переважно як в плані довгострокового розвитку, так і сприяють високій стійкості ринку в період глобальних фінансових потрясінь.

ВИСНОВКИ та перспективи подальших досліджень.

В Україні склалася ситуація коли з одного боку - внутрішні чинники - такі як концентрована структура власності, і як наслідок відсутність впливу міноритарних акціонерів на процеси управління компанією та перерозподілі ресурсів, визначає високий рівень інформаційної асиметрії між компанією та інвестором. Це значно знижує привабливість акціонерного капіталу для компанії. А з іншого боку - ринкова кон'юнктура для залучення акціонерного капіталу вкрай негативна: найнижчий в світі рівень значимості фондового ринку в економіці, висока волатильність ринкових цін, підконтрольність Індексу великим фінансовим групам.

На українському фондовому ринку емісії акцій здійснюються тільки в крайньому випадку, за відсутності інших джерел фінансування, а значимість ринкової кон'юнктури при виборі способу залучення коштів знижується. Низький середньозважений рівень Free-float на фондовому ринку негативно впливає на кон'юнктуру ринку: вплив динаміки ринкових цін акцій впливає на вибір джерела фінансування. Емпіричним шляхом встановлена висока ступінь такого взаємозв'язку. Високий рівень негативної кореляції між рівнем free-float та волатильністю цін (кореляція більше 80% зі знаком мінус) підтверджує необхідність пошуку шляхів для збільшення рівня free-float. Велику роль грають внутрішні чинники.

На даний момент у компаній не має економічних стимулів до розміщення акціонерного капіталу на фондовому ринку України, що чинить негативний вплив на економіку в цілому.

Шляхом виходу із ситуації, що склалася, є або регуляторне збільшення на фондових ринках мінімального рівня free-float для публічних компаній у вигляді вимоги для здійснення емісій акцій, або поступове залучення портфельних інвестицій. На основі проектних рекомендацій міжнародних інститутів та міжнародного досвіду мінімально необхідний рівень free-float на Українській Біржі – 15%, але на думку учасників ринку така політика нічого не дасть, багато компаній просто підуть з ринку. Хоча в перспективі практична цінність такого кроку зумовить збільшення економічної ролі фондового ринку, та як наслідок збільшення привабливості акціонерного капіталу.

Тому зважений підхід Китаю до залучення портфельних іноземних інвестицій, безумовний пріоритет і стимулювання внутрішнього інвестиційного попиту, політика поступового відкриття фінансового ринку виявляються переважно як в плані довгострокового розвитку і є прикладом для України у вирішенні цієї проблеми.

Перспективою подальших досліджень є визначення фінансових механізмів підтримки високого рівня free-float на українській біржі – механізмів підтримки довгострокового впливу, за допомогою яких, компанії знижували б інвестиційні ризики. Це і обов'язкова участь державних пенсійних фондів на фондовому ринку, і подвійний лістинг.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Проект технічної допомоги Агентства США з міжнародного розвитку «Впровадження пенсійної реформи в Україні» (компанія ПАДКО): [Електр. ресурс]. – http://www.pension.kiev.ua/files/Equities.pdf

2. Chan K., Chan Y-Ch., Fong W-M. Free Float and Market Liquidity: Evidence from Hong Kong Government's Intervention. – March 1, 2002: [Електр. ресурс]. – http://home.ust.hk/~kachan/research/HK_liquidity.pdf

3. Myers S., Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have// Journal of Financial Economics. - 1984. - Vol. 13. - No. 2. - pp. 187–221.

4. Hogfeldt P., Oborenko A. Does market timing or enhanced pecking order determine capital structure? // Working paper, 2005.

5. Choe H., Masulis R., Nanda V. Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence //Journal of Empirical Finance.-1992.- Vol. 1.- No. 1.- June.- pp. 3-31.

6. Bayless M., Chaplinsky S. Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance?// Journal of Finance.- 1996. - №51.- pp. 253-278.

7. Wang Guogang, He Xuqiang. Opportunities in a New Perspective: A Review of 2005 and an Outlook of Chinese Stock Market in 2006.// Finance and Trade Economics, No.4 (pp. 55-63), 2006)

8. Kaserer, C., Wagner, N.F. (2004). Executive pay, free float, and firm performance: evidence from Germany, [Available at]: <http://ssrn.com/abstract=650621>, [Accessed:05.09.2016].

9. Українська Біржа, Офіційний веб-сайт, [Електронний ресурс – доступно http://ux.ua]

REFERENCES

1. McTaggart, G. Dosvid redformuvannya peniynoi systemy u Shidniy Evropi ta SND u porivnianny z refotmamy v Ukraini (Experience of pension system reforming in the Eastern Europe and CIS in comparison with reforms in the Ukraine). US Agency for International Development Papers. 2014; 1(1): 1-20;

2. Chan K., Chan Y-Ch., Fong W-M. Free float and market liquidity: a study of hong kong government intervention. Journal of Financial Research. 2002; 27(2): 179-197.

3. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of financial economics. 1984; 13(2): 187-221.

4. Hogfeldt P., Oborenko A. Does market timing or enhanced pecking order determine capital structure? European Corporate Governance Institute Research Journal. 2005; 13(2): 112-140.

5. Choe H., Masulis R., Nanda V. Common stock offerings across the business cycle: theory and evidence. Journal of Empirical Finance. 1992; 1(1): 3-31.

6. Bayless M., Chaplinsky S. Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance? Journal of Finance. 1996; 51: 253-278.

7. Wang Guogang, He Xuqiang. Opportunities into a new perspective: a review of 2005 and an perspective for 2006. Finance and trade economics Journal. 2005; 4: 55-63.

8. Kaserer, C., Wagner, N.F. Executive pay, free float, and firm performance:evidence from Germany. Working Paper of Munich: Technical University of Munich. 2004; 1: 1-22.

9. Ukrainian Stock Exchange. Official web-site data. [Electronic resource] –http://ux.ua]